

# 物価水準の財政理論

## -Fiscal Theory of the Price Level-

山田 知明

明治大学 商学部

## 物価水準は「何が」決めるか？

- **教科書的な答え：貨幣（中央銀行）**

- 貨幣数量説： $MV = PY \Rightarrow M$ が増えれば  $P$  も上がる
- 中央銀行が金利（と貨幣供給量）を操作し、インフレを制御する
- 財政政策（政府の借金）は物価に直接は関係ない？

- **Fiscal Theory of the Price Level (FTPL) の主張：**

- 物価水準は**財政政策**にも影響を受ける
- 政府が将来にわたって生み出す「赤字・黒字」の量が、今の物価水準を左右する
- たとえ中央銀行が引き締めを行っても、  
財政が緩慢なままでは物価を制御できないことがある

- **提唱者：**Leeper (1991), Sims (1994), Woodford (1994), Cochrane (2023)

## 政府の異時点間予算制約

- 政府の収支は常に帳尻が合わなければならない
  - 今期の財政赤字は、将来の黒字か、**国債の実質価値の低下**（インフレ）で賄われる
- 単純化した異時点間予算制約：

$$\underbrace{\frac{B_{t-1}}{P_t}}_{\text{国債の実質価値}} = \underbrace{\mathbb{E}_t \sum_{s=t}^{\infty} \beta^{s-t} \tilde{s}_s}_{\text{将来の実質基礎的黒字の現在価値 (PV)}}$$

- $B_{t-1}$ ：名目国債残高（期初に所与：発行済）、 $P_t$ ：物価水準
- $\tilde{s}_s = (T_s - G_s)/P_s$ ：実質基礎的財政収支（黒字  $> 0$ ）
- $\beta$ ：割引因子（実質金利に対応）
- **この式が物価水準  $P_t$  を決定する** — FTPL の基本的な主張

## 数値例で理解する：財政ニュースだけで物価は動く

### ● 簡単な数値例 (2 時点モデル)：

名目国債残高  $B_{t-1} = 100$  (兆円) は既に発行済みで**変更不可能**

	名目国債 $B_{t-1}$	将来黒字 PV	物価水準 $P_t$
ケース A (財政健全)	100 兆円	100 兆円	$100/100 = 1.00$ (基準)
ケース B (財政悪化)	100 兆円 (不変)	80 兆円	$100/80 = 1.25$

### ● ケース B の解釈：

- 「将来の基礎的黒字が 20%下がりそうだ」というニュースが流れただけで
- 中央銀行が何もしなくても、**物価水準が即座に 25%上昇**しないと政府の予算制約式が成り立たない

### ● ポイント：

- $B_{t-1}$  は名目で固定されているため、財政悪化のニュースは**将来ではなく「今」の物価に跳ね返る** (物価のジャンプ)
- この間、貨幣供給量は一切変化していない点に注意

## FTPL の直感：「政府株式」の評価式

### 企業の株式評価：

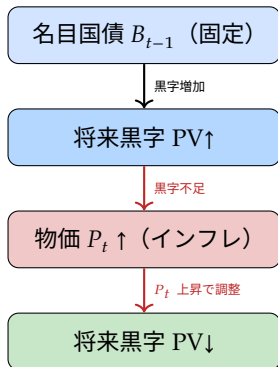
$$P_{\text{Stock}} = \mathbb{E}_t \sum_{s=t}^{\infty} \beta^{s-t} d_s$$

- 株価 = 将来配当の現在価値
- 将来の配当が減ると思われれば株価は下落

### FTPL の対応（両辺を比較）：

$$\frac{B_{t-1}}{P_t} = \mathbb{E}_t \sum_{s=t}^{\infty} \beta^{s-t} \tilde{s}_s$$

- 国債の実質価値 = 将来黒字の現在価値



## FTPL による物価決定：仕組みの直感

- 名目国債  $B_{t-1}$  は既に発行済み（固定）
- 将来の財政黒字 PV も（財政政策により）決まっている
- ⇒ 物価水準  $P_t$  が「調整弁」の役割を果たす（ここしか調整要素がない）

### 財政が「健全」な場合：

- 将来黒字 PV が大きい
- 国債の実質価値を高く維持できる
- ⇒ 低インフレ・物価安定



### 財政が「不健全」な場合：

- 将来黒字 PV が小さい（財政赤字膨張）
- 国債の実質価値が低下
- ⇒ 物価上昇（インフレ）で辻褄

## 貨幣数量説（マネタリスト）と FTPL の比較

貨幣数量説（伝統的）：

$$MV = PY$$

FTPL：

$$\frac{B_{t-1}}{P_t} = \text{PV}(\tilde{s})$$

- 物価は**貨幣供給量**  $M$  で決まる
- 中央銀行が  $M \Rightarrow$  物価を制御
- 財政政策は物価に直接には影響しない
- **前提**：財政は原則として持続可能（受動的に黒字を調整）
- 物価は**財政政策**（黒字の見通し）で決まる
- 政府の財政態度が物価を左右
- 中央銀行は「脇役」？
- **前提**：財政は自律的（能動的に黒字を決定）

どちらの理論が当てはまるかは「財政・金融のレジーム」次第  
両者は排反ではなく、財政と金融政策の組み合わせによって変わる

## 財政優位 (Fiscal Dominance) と金融優位 (Monetary Dominance)

- Leeper (1991) の分類：政策が「能動的」か「受動的」か

### 金融優位 (伝統的)：

- 中央銀行：能動的  
(インフレに強く反応して金利を操作)
- 財政：受動的  
(債務残高に応じて黒字を調整)
- ⇒ 物価は金融政策が決定
- これから学習するニューケインジアン・モデルでよくある設定

### 財政優位 (FTPL)：

- 財政：能動的  
(政治的に黒字を独自に決定)
- 中央銀行：受動的  
(財政を支援せざるを得ない)
- ⇒ 物価は FTPL の式で決定
- 財政赤字が「インフレ税」を生む

## Leeper (1991) の分類：金融・財政政策の四類型

- 「能動的 (Active)」と「受動的 (Passive)」の組み合わせで4通り

	財政：能動的 (AF)	財政：受動的 (PF)
金融：能動的 (AM)	不決定・不安定 (帳尻を合わせる役が不在)	金融優位：標準 NK モデルの想定。物価は金融政策が決定
金融：受動的 (PM)	財政優位 (FTPL)：物価は FTPL 式が決定	不決定・不安定 (誰も帳尻を合わせない)

- 対角線 (AM/PF・PM/AF) だけが「安定的な唯一均衡」を持つ
- AM/PF：中央銀行がインフレに強く反応し、財政は債務水準に応じて黒字を自動調整 ⇒ 物価は金融政策 (テイラー・ルール) が決定
- PM/AF：財政当局が政治的に黒字水準を独自決定し、中央銀行はそれを支える立場に回る ⇒ 物価は FTPL 式が決定

## 財政優位 (Fiscal Dominance) と金融優位 (Monetary Dominance) (続き)

- 不快なマネタリスト的算術 (Sargent & Wallace, 1981) :
  - 財政赤字が大きいと、中央銀行の引き締めが「今は効く」が将来的により多くの貨幣発行を強いられ、結局インフレが高くなる
  - ⇒ 財政の放漫は中央銀行の独立性を骨抜きにしうる

## FTPL で解釈できる歴史的事例

- **1920年代のハイパーインフレ（ドイツ・オーストリア等）：**
  - 戦後の巨額賠償・財政破綻 ⇒ 将来黒字 PV が極端に低下
  - 物価が天文学的に上昇（FTPL の極端なケース）
  - Sargent (1982)：財政改革（信頼できる黒字の約束）でインフレが急停止
  - ⇒ 物価安定には「財政の信認」が不可欠
- **2000年代初頭のアルゼンチン財政危機：**
  - 財政赤字の膨張・デフォルト ⇒ 急激なインフレと通貨危機
  - 財政再建の約束によって徐々に安定化
- **2020年代の先進国（COVID 後）：**
  - Cochrane (2023)：コロナ対策の大規模財政出動が 2021-22 年の高インフレの一因（FTPL の観点から）
  - 中央銀行の引き締めだけでなく、財政再建への信任がインフレ収束に重要だった可能性

## 日本は「財政優位」？

### ● 日本の財政状況：

- 政府債務残高（対 GDP 比）：約 230～240%—IMF 統計で世界最高水準（G7 平均は 100%程度）
- にもかかわらず、長らく低インフレ・低金利が続いてきた（Why?）

### ● 「財政優位」に見えなかった理由（金融優位を支えてきた要因）：

- 日本国債の保有者の大部分は国内（日銀・国内金融機関）— ホームバイアス
- 日銀による大規模な国債買い入れ（量的・質的緩和、YCC）が長期金利を抑制
- 将来の増税余地など「黒字化への信認」が一定程度維持されてきた

### ● 近年の変化：

- 2024 年 3 月：日銀がマイナス金利政策・YCC を解除
- 2026 年半ば時点：政策金利は約 1.0%（1995 年以来の高水準）へ引き上げ、追加利上げも視野に
- 金利上昇 ⇒ 利払い費の増加 ⇒ 財政収支への追加的な悪化圧力

## 日本は「財政優位」？（続き）

考えてみよう！

金利が上昇する中で財政の信認が揺らげば、「不快なマネタリスト的算術」(Sargent & Wallace, 1981) は日本でも現実味を帯びるだろうか？  
それとも、国内保有比率の高さが「防波堤」であり続けるのか？

## FTPL への批判と現在の論争

- **批判 1：「均衡選択」問題 (McCallum 2001 等)**

- FTPL の均衡は、財政が持続不可能に見えても政府が「最終的には黒字を出す」と信じられれば成立する
- 現実に観察される均衡が「FTPL 的」かどうかは判定困難

- **批判 2：実証的な識別の難しさ**

- 財政変数の変化と物価変動を結びつける実証は難しい
- 金融政策との効果を分離することが困難

- **反論・支持論：**

- Cochrane (2023, *The Fiscal Theory of the Price Level*) : 近年の高インフレ・低インフレを統一的に説明
- 「財政の信認」概念は政策論として広く受け入れられている
- IMF・中央銀行のスタッフレポートにも登場

## まとめ：FTPL の要点と政策的含意

### ● FTPL の核心：

- 物価水準は、名目国債残高を将来財政黒字の現在価値に等しくなるように調整する

$$\frac{B_{t-1}}{P_t} = E_t \sum_{s=t}^{\infty} \beta^{s-t} \tilde{\tau}_s$$

- 財政赤字の拡大・将来黒字見通しの悪化 ⇒ インフレ

### ● 伝統的理論との違い：

- 貨幣数量説：M が物価を決める（中央銀行が主役）
- FTPL：財政の持続可能性が物価を決める（財政が主役）

### ● 政策的含意：

- 中央銀行の独立性だけでは物価安定に不十分——財政規律も必要
- 「財政ドミナンス」の状況では、金融引き締めがインフレを抑制できない可能性がある
- 財政再建への「信頼できるコミットメント」が物価安定の鍵

## 参考文献

- Cochrane, John H. (2023). *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton University Press.
- Leeper, Eric M. (1991). "Equilibria under Active and Passive Monetary and Fiscal Policies." *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129-147.
- Sargent, Thomas J., and Neil Wallace (1981). "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3), 1-17.
- Sims, Christopher A. (1994). "A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy." *Economic Theory*, 4(3), 381-399.
- Woodford, Michael (2001). "Fiscal Requirements for Price Stability." *Journal of Money, Credit and Banking*, 33, 669-728.